

公司研究/公告点评

2020年07月15日

家用电器/白色家电 II

投资评级：增持（调低评级）

当前价格(元): 58.52
合理价格区间(元): 62.16~65.92

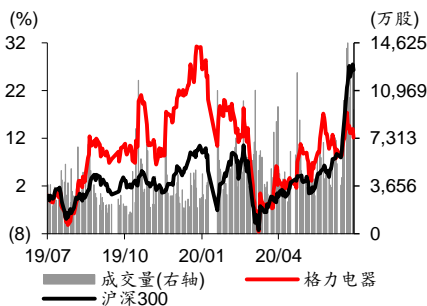
林寰宇 执业证书编号: S0570518110001
研究员 linhuanyu@htsc.com

王森泉 执业证书编号: S0570518120001
研究员 0755-23987489
wangsenquan@htsc.com

相关研究

- 1《格力电器(000651 SZ,买入): 调整元年, 涅槃之路》2020.04
- 2《格力电器(000651 SZ,买入): 疫情冲击凸显, Q1 净利预期大幅下滑》2020.04
- 3《格力电器(000651 SZ,买入): 推股票回购计划, 完善长效激励机制》2020.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

疫情冲击未消, H1 收入/净利预期下滑

格力电器(000651)

H1 预期归母净利润下滑 48%~54%，调整至“增持”评级

公司发布业绩预告, 预计 2020H1 营收 695~725 亿元, 同比-29%~-26%, 归母净利润 62~73 亿元, 同比-54%~-48%。公司在 2020Q2 启动较大规模的线上促销与直播带货等新零售模式, 驱动渠道去库存, 但公司出货端表现依然偏弱, 且促销对公司产品均价有一定负面影响。在空调行业面临持续洗牌的情况下, 公司主动调整销售策略, 为长期可持续发展进行铺垫。我们调整公司 2020-2022 年 EPS 预测为 3.77、4.29、5.36 元(前值 4.05、4.42、5.25 元), 调整公司为“增持”评级。

疫情冲击后, 零售恢复好于出货

2020Q2 空调零售有明显恢复, 但以渠道去库存为主, 公司出货端依然面临压力。公司业绩预告披露 2020H1 收入同比-29%~-26%(我们推算 Q2 单季收入同比-15%~-10%)。空调线下零售 3 月以来虽逐步恢复, 但前期渠道库存依然有所积压, 导致零售端表现好于公司出货端。且在线下渠道提货动力减弱、主动降低库存, 线上渠道发展加速、占比提升的背景下, 公司主动推动新零售渠道与内部管理改革, 加大促销让利力度与频率, 但对公司产品均价也造成部分影响, 公司预计 2020H1 归母净利润同比-54%~-48%(我们推算 Q2 单季净利润同比-41%~-30%)。

出货压力逐步减弱

出货数据反映出空调行业出货压力逐步减弱。产业在线数据, 2020 年 1-5 月累计家用空调销量 5889.5 万台, YOY-21.8%(内销 YOY-33.9%、出口 YOY-6.2%), 其中, 格力累计销售 1452.0 万台, 同比-31.2%(内销 YOY-36.6%、出口 YOY-21.0%)。3 月以来国内市场疫情好转, 但空调销售以零售出货、渠道去库存为主, 5 月格力空调销售同比-15.2%(内销 YOY-17.5%、出口 YOY-10.3%), 降幅均有所收窄。

随着库存降低, 渠道提货需求或逐步释放

空调新能效标准于 2020 年 7 月 1 日正式实施, 库存产品在 2021 年 7 月 1 日之前仍可销售, 公司或延续部分库存产品让利促销、调整库存的策略, 带动库存加速下降, 8-9 月新冷年开盘后渠道提货动力或逐步释放, 且新能效空调结构占比有望提升, 稳定产品均价。

资金面边际影响或加大, 短期波动不改公司长期价值

结合业绩预告, 我们调整 2020-2022 年 EPS 预测为 3.77、4.29、5.36 元(前值 4.05、4.42、5.25 元)。公司有望以行业低景气为契机推动渠道及管理改革, 加速渠道库存出清, 为长期可持续发展做铺垫, 我们认为公司仍具备长期价值。截至 2020 年 7 月 14 日, 可比公司 2020 年 Wind 一致预期平均 PE15x, 短期公司虽承压, 但宽松资金面变化对估值正向边际影响仍明显。认可给予公司 2020 年 16.5~17.5xPE 估值, 对应目标价 62.16~65.92 元/股(前值 62.78~66.83 元), 调整公司为“增持”评级。

风险提示: 疫情冲击及宏观经济下行。地产影响或超出预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	6,016
流通 A 股(百万股)	5,970
52 周内股价区间(元)	49.22-69.88
总市值(百万元)	352,041
总资产(百万元)	275,193
每股净资产(元)	18.77

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	200,024	200,508	192,488	209,812	230,793
+/-%	33.33	0.24	(4.00)	9.00	10.00
归属母公司净利润(百万元)	26,203	24,697	22,661	25,836	32,233
+/-%	16.97	(5.75)	(8.24)	14.01	24.76
EPS(元, 最新摊薄)	4.36	4.11	3.77	4.29	5.36
PE(倍)	13.44	14.25	15.53	13.63	10.92

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 关键指标的盈利预测调整

	新预测值			调整幅度			调整原因
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
营业收入 (亿元)	1924.88	2098.12	2307.93	-3.77%	-0.64%	-1.53%	2020年受新型冠状病毒肺炎疫情影响, 空调行业终端市场销售、安装活动受到明显负面影响, 且公司继续采取让利促销措施, 对公司产品均价有一定负面影响。
毛利率 (%)	27.0%	29.5%	30.0%	-4.80%	-2.30%	-1.40%	公司促销导致产品均价受负面影响, 或拖累毛利率水平。
归母净利润 (亿元)	226.61	258.36	322.33	-13.41%	-9.59%	-1.91%	由于营业收入及毛利率调整, 进而调整公司净利润。

资料来源: 华泰证券研究所

图表2: 可比公司 Wind 一致预期 PE 估值

证券简称	PE			
	2019	2020E	2021E	2022E
美的集团	17.10	17.29	15.15	13.49
海尔智家	14.44	15.15	13.09	11.77
海信家电	10.48	11.61	10.02	9.05
全部平均	14.01	14.68	12.75	11.44

注: 均为 Wind 一致预测, 数据截至 2020/7/14

资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示

(1) 疫情冲击及宏观经济下行。

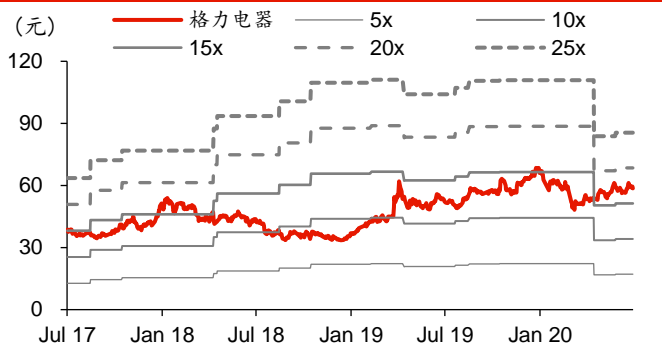
疫情冲击影响下, 如果国内宏观经济增速大幅低于预期, 居民人均可支配收入将受到大幅冲击, 同时海外需求下滑, 行业可能出现供大求的局面, 可能导致竞争环境恶化、产业链盈利能力下滑, 影响家电企业收入及盈利增长。

(2) 地产影响或超出预期。

如果地产销售持续趋弱及价格出现不利波动, 可能导致居民财富杠杆的反转, 进而导致居民消费能力和消费意愿的下降, 导致家电需求持续低于预期、行业增速低于预期。

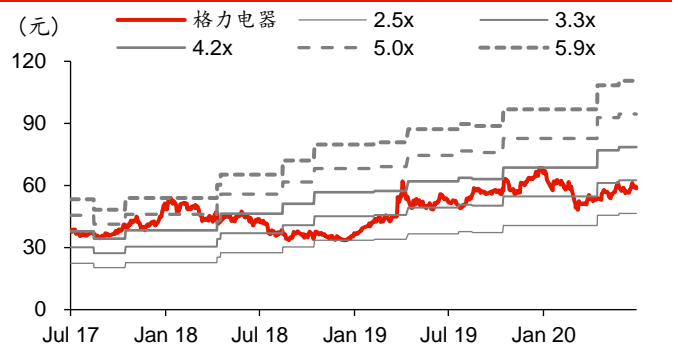
PE/PB - Bands

图表3: 格力电器历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表4: 格力电器历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	199,711	213,364	238,241	249,050	272,603
现金	113,079	125,401	120,385	153,681	144,341
应收账款	7,700	8,513	7,051	9,914	8,748
其他应收账款	2,554	159.13	2,445	393.52	2,729
预付账款	2,162	2,396	1,980	2,789	2,456
存货	20,012	24,085	19,095	26,359	23,286
其他流动资产	54,205	52,810	87,285	55,913	91,043
非流动资产	51,523	69,608	71,879	77,383	82,902
长期投资	2,251	7,064	11,883	16,700	21,518
固定投资	18,386	19,122	16,732	17,216	17,653
无形资产	5,205	5,306	5,706	6,167	6,599
其他非流动资产	25,682	38,116	37,558	37,301	37,132
资产总计	251,234	282,972	310,120	326,433	355,505
流动负债	157,686	169,568	181,153	176,914	180,832
短期借款	22,068	15,944	43,995	15,944	30,155
应付账款	38,987	41,657	37,311	45,816	44,975
其他流动负债	96,631	111,967	99,847	115,154	105,701
非流动负债	833.32	1,356	1,346	1,337	1,328
长期借款	0.00	46.89	37.03	27.77	18.52
其他非流动负债	833.32	1,309	1,309	1,309	1,309
负债合计	158,519	170,925	182,500	178,251	182,159
少数股东权益	1,388	1,894	2,024	2,164	2,314
股本	6,016	6,016	6,016	6,016	6,016
资本公积	93.38	93.38	93.38	93.38	93.38
留存公积	85,439	97,294	115,249	133,875	157,757
归属母公司股东权益	91,327	110,154	125,596	146,018	171,032
负债和股东权益	251,234	282,972	310,120	326,433	355,505

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	26,941	27,894	(23,292)	71,914	(11,374)
净利润	26,379	24,827	22,791	25,976	32,383
折旧摊销	3,110	3,194	2,021	2,158	2,423
财务费用	(948.20)	(2,427)	(1,836)	(1,719)	(1,994)
投资损失	(106.77)	226.63	(300.00)	(400.00)	(500.00)
营运资金变动	(6,906)	11,437	(46,222)	46,448	(42,985)
其他经营现金	5,412	(9,365)	253.29	(549.16)	(701.36)
投资活动现金	(21,846)	(11,275)	(4,392)	(6,862)	(6,942)
资本支出	3,838	4,713	(526.47)	2,845	3,124
长期投资	(8,767)	(4,062)	(4,818)	(4,817)	(4,818)
其他投资现金	(26,775)	(10,624)	(9,737)	(8,834)	(8,636)
筹资活动现金	2,514	(19,222)	(5,383)	(3,704)	(5,234)
短期借款	3,422	(6,124)	28,051	(28,051)	14,211
长期借款	0.00	46.89	(9.86)	(9.25)	(9.26)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(10.50)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(897.31)	(13,145)	(33,425)	24,356	(19,436)
现金净增加额	7,413	(2,400)	(33,067)	61,347	(23,551)

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	200,024	200,508	192,488	209,812	230,793
营业成本	138,234	143,499	140,516	147,917	161,555
营业税金及附加	1,742	1,543	2,200	2,500	2,600
营业费用	18,900	18,310	15,784	18,883	19,650
管理费用	4,366	3,796	3,644	3,972	4,369
财务费用	(948.20)	(2,427)	(1,836)	(1,719)	(1,994)
资产减值损失	(261.67)	(842.89)	(800.00)	(483.43)	(744.21)
公允价值变动收益	46.26	228.26	(400.00)	400.00	500.00
投资净收益	106.77	(226.63)	300.00	400.00	500.00
营业利润	30,997	29,605	26,615	30,439	37,973
营业外收入	317.86	345.71	450.00	480.00	600.00
营业外支出	41.23	598.11	220.00	286.45	368.18
利润总额	31,274	29,353	26,845	30,632	38,205
所得税	4,894	4,525	4,054	4,656	5,822
净利润	26,379	24,827	22,791	25,976	32,383
少数股东损益	176.24	130.60	130.00	140.00	150.00
归属母公司净利润	26,203	24,697	22,661	25,836	32,233
EBITDA	32,329	29,754	26,997	30,497	37,555
EPS (元, 基本)	4.36	4.11	3.77	4.29	5.36

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	33.33	0.24	(4.00)	9.00	10.00
营业利润	18.64	(4.49)	(10.10)	14.37	24.75
归属母公司净利润	16.97	(5.75)	(8.24)	14.01	24.76
获利能力 (%)					
毛利率	30.89	28.43	27.00	29.50	30.00
净利率	13.19	12.38	11.84	12.38	14.03
ROE	28.45	22.16	17.86	17.53	18.68
ROIC	(161.47)	(75.62)	151.66	(75.64)	248.84
偿债能力					
资产负债率 (%)	63.10	60.40	58.85	54.61	51.24
净负债比率 (%)	(97.84)	(97.31)	(59.52)	(92.67)	(65.64)
流动比率	1.27	1.26	1.32	1.41	1.51
速动比率	1.02	0.80	0.91	0.95	1.08
营运能力					
总资产周转率	0.86	0.75	0.65	0.66	0.68
应收账款周转率	4.90	7.69	4.99	4.99	4.99
应付账款周转率	2.94	2.46	2.46	2.46	2.46
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	4.36	4.11	3.77	4.29	5.36
每股经营现金流(最新摊薄)	3.41	6.84	(3.87)	11.95	(1.89)
每股净资产(最新摊薄)	15.18	18.31	20.88	24.27	28.43
估值比率					
PE (倍)	13.44	14.25	15.53	13.63	10.92
PB (倍)	3.85	3.20	2.80	2.41	2.06
EV_EBITDA (倍)	8.10	8.20	10.27	7.08	6.38

免责声明

分析师声明

本人，林寰宇、王森泉，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师林寰宇、王森泉本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司